

# Sinopse internacional n. 14, out. 2010

<http://www.bndes.gov.br/bibliotecadigital>



**O banco nacional  
do desenvolvimento**

[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta\\_Expressa/Tipo/Sinopse\\_Internacional/](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Tipo/Sinopse_Internacional/)

## **Nº 14 – Outubro de 2010**

### **PUBLICAÇÃO SEMESTRAL**

**Equipe:** Ana Cláudia Alem, Fabrício Catermol, Rodrigo Madeira, Simone Saisse e Renan Brandão  
**Apoio:** Felipe Reina e Letícia Pereira

### **SUMÁRIO**

Panorama mundial.....	1
A economia brasileira no cenário internacional.....	9
Evolução dos Investimentos externos diretos no mundo.....	13
Estimativas da UNCTAD mostram recuperação gradual dos investimentos.....	13
No Brasil, crescimento do IED em 2010 já é de quase 8%.....	16
Box 2.1: Brasil poderá ser o terceiro principal destino dos IED nos próximos anos...	17
Comércio exterior brasileiro.....	18
Exportações brasileiras em franca expansão após a crise internacional.....	18
Vendas externas de produtos com maior sofisticação industrial destacam-se.....	19
China foi principal destino das exportações brasileiras no ano.....	23
Box 3.1: Exportações de serviços de engenharia destacam-se no total.....	24
Matéria especial: Estimativas da subvalorização da moeda chinesa e impactos sobre a economia dos Estados Unidos.....	25
Introdução.....	25
Medidas da subvalorização da moeda chinesa.....	28
Impactos de uma alteração na balança comercial EUA – China.....	30
Conclusão.....	32

### **1) PANORAMA MUNDIAL**

A recuperação do que se configurou como a pior crise econômica e financeira mundial desde os anos 1930 ainda apresenta trajetória errática, levando a crer que uma saída prematura das políticas de estímulo à demanda agregada poderia estancar a lenta ascensão ou mesmo mergulhar a economia mundial sob uma nova onda recessiva. A continuidade dos estímulos nas economias em dificuldades ainda é esperada como forma de impedir uma espiral deflacionária e a deterioração das expectativas dos agentes privados.

De acordo com o *World Economic Outlook* (WEO) do Fundo Monetário Internacional (FMI), no primeiro semestre de 2010, a economia mundial experimentou crescimento a uma taxa anualizada de 5,3% na comparação contra igual período do ano anterior.

**A Sinopse Internacional é de inteira responsabilidade de seus autores e não reflete a posição oficial do BNDES.**

Fechamento da edição: 15/10/2010

E-mail: [sinopseinternacional@bndes.gov.br](mailto:sinopseinternacional@bndes.gov.br)

Tel: 55 – 21 – 2172-7369

**Para receber a Sinopse Internacional diretamente em seu e-mail, entre em contato conosco.**

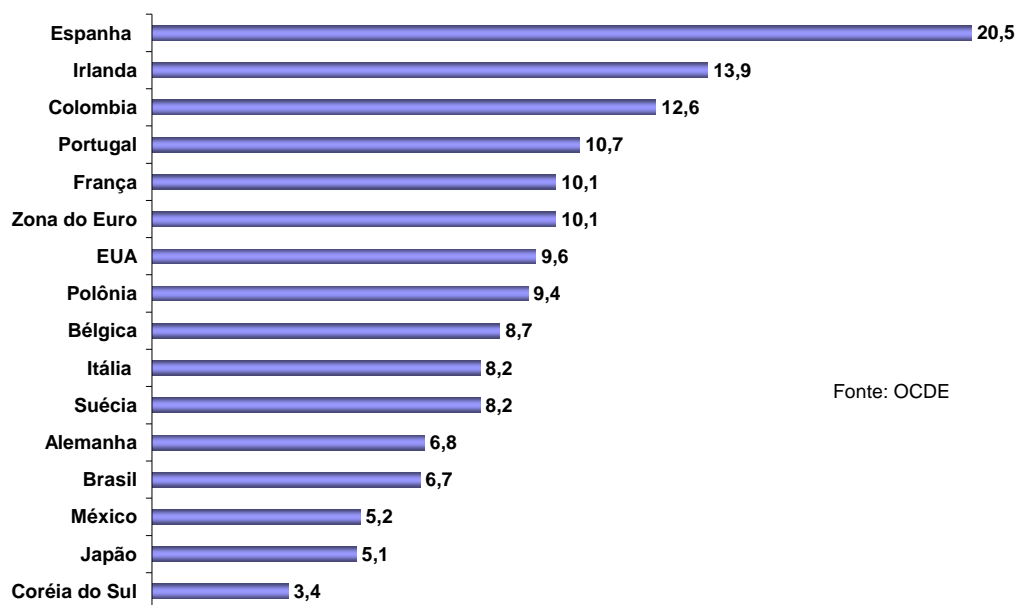
A produção industrial cresceu a uma taxa de 15% e o comércio mundial, de 40% neste período. O conjunto das economias avançadas apresentou crescimento bem inferior ao mundial em igual período, com expansão de 3,5%. As economias emergentes continuam desempenhando o papel de puxar o crescimento econômico mundial, tendo crescido no primeiro semestre a uma taxa de 8%. No entanto, mesmo dentro desse conjunto, os padrões de crescimento foram bastante heterogêneos.

Em comparação com as projeções anteriores, a edição de outubro do WEO não revelou alterações significativas nas projeções para as taxas de crescimento do biênio 2010-11 (Tabela 1.1), mas enxerga maiores riscos para o período, que podem alterar negativamente as projeções futuras. Incertezas nos mercados financeiros, expectativas de menor ritmo na reconstituição de estoques e redução das políticas fiscais são outros fatores adversos à recuperação.

Tabela 1.1 - Taxa de crescimento do PIB real (%)				
	Projeções IMF		Projeções IIF	
	2010	2011	2010	2011
<b>Mundo</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>		
<b>Economias Avançadas</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>		
<b>EUA</b>	2,6	2,3	2,8	2,3
<b>Zona do Euro</b>	1,7	1,5	1,7	1,4
<b>Alemanha</b>	3,3	2,0	-	-
<b>França</b>	1,6	1,6	-	-
<b>Reino Unido</b>	1,7	2,0	-	-
<b>Japão</b>	2,8	1,5	3,0	1,0
<b>Economias em Desenvolvimento</b>	<b>7,1</b>	<b>6,4</b>		
<b>México</b>	5,0	3,9	4,4	3,5
<b>Brasil</b>	7,5	4,1	7,7	4,8
<b>China</b>	10,5	9,6	10,0	9,5
<b>Índia</b>	9,7	8,4	8,5	8,3
<b>Rússia</b>	4,0	4,3	3,5	3,6

Fonte: FMI e IIF

Mesmo com a maioria dos países saindo da recessão entre o segundo e o quarto trimestre de 2009, o desemprego ainda não cedeu substantivamente em muitos desses países (Gráfico 1.1). Esta vem sendo encarada como a principal questão a ser enfrentada pelos governos, visto que, para além dos conflitos sociais associados ao desemprego, a sustentação de elevados níveis de demanda mundial pressupõe uma solução para tal problema.

**Gráfico 1.1 - Taxa de Desemprego (%)**

Fonte: OCDE

\*Agosto de 2010 (dados dos EUA - Setembro de 2010)

O processo de recuperação global ainda é visto como frágil, porque alguns desequilíbrios ainda não foram re-equacionados. Dentre estes desequilíbrios, destacam-se dois como fundamentais para que a economia mundial reencontre uma trajetória de crescimento sustentada: um desequilíbrio interno e outro externo.

O desequilíbrio interno consiste na incapacidade dos governos nacionais de assegurarem por meios próprios a manutenção dos níveis de demanda interna de forma perene e sustentável. A solução deverá permear uma substituição gradual da demanda pública pela privada, de forma a permitir uma consolidação fiscal dos governos nacionais, a redução dos déficits públicos e a rolagem das suas dívidas.

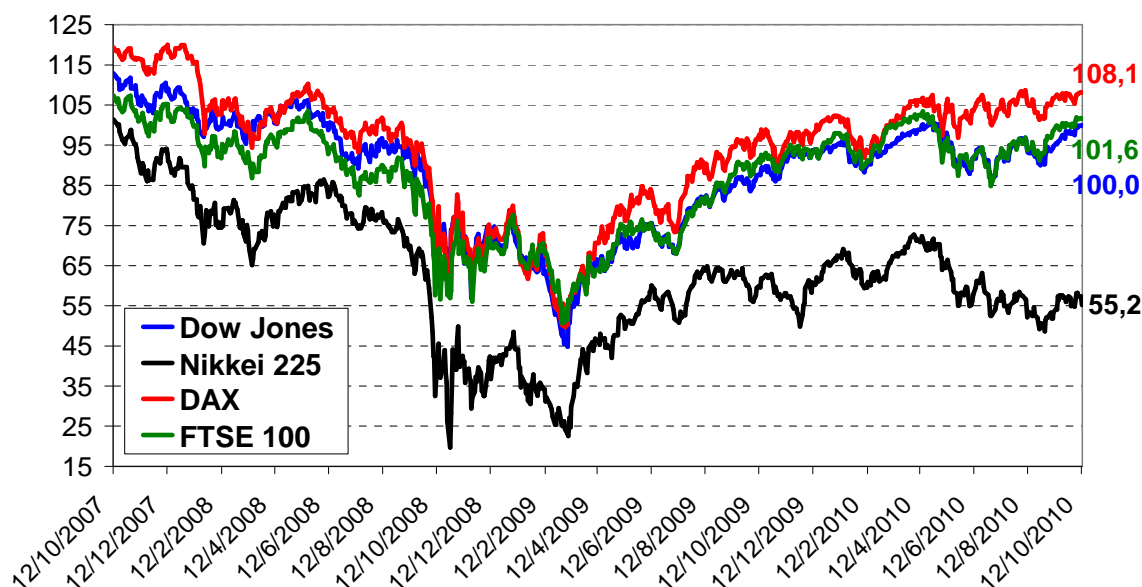
Se houve consenso quando do estopim da crise quanto à necessidade de intervenção dos governos na economia pelo lado da demanda e à premência de políticas anticíclicas de magnitudes jamais vistas, não parece haver consenso ou uma receita para as autoridades políticas no que tange à redução desta participação governamental ou o ritmo de transição proposto por estas autoridades. O momento oportuno para a redução da intervenção fiscal é o tema que vem esquentando os principais debates de política econômica no mundo.

As economias emergentes, em sua maioria, já estão em estágio avançado do processo de saída dos pacotes de estímulo fiscal lançados por ocasião da crise econômica. Esta saída foi permitida pela retomada do investimento privado, que apresenta taxas de crescimento mais elevadas que as do próprio consumo

privado. No entanto, a atividade econômica dos países em que o setor privado ainda não retomou seu dinamismo poderia ser profundamente comprometida sem a continuidade das políticas fiscais e monetárias expansionistas e do reforço das medidas de estímulo adotadas. Paradoxalmente, a manutenção dessas políticas encontra restrições no próprio grau de desequilíbrio interno de cada país.

Os mercados financeiros mundiais (Gráfico 1.2) sofreram nova turbulência durante o segundo trimestre do ano, a partir da desestabilização dos mercados de dívida soberana europeia. Verificou-se grande volatilidade nas bolsas e menor apetite pelo risco quando se percebeu que a probabilidade de *default* da dívida de economias em maior dificuldade poderia contaminar novamente o sistema bancário europeu.

**Gráfico 1.2 - Bolsas Mundiais - (Base: 03/01/2007 = 100)**



Fonte: Macrodados

Há sinais de normalização desses mercados e uma maior tranquilidade nas bolsas mundiais também já pode ser percebida. Os resultados dos testes de estresse conduzidos pelo Comitê de Supervisão de Bancos Europeus foram capazes de reduzir os prêmios de risco dos títulos destes bancos e proporcionaram um retorno aos níveis de depósitos bancários anteriores à turbulência..

O *Trade and Development Report* (TDR) da Unctad reafirma que a opção por políticas fiscais mais austeras em nome do ganho de confiança dos investidores que financiam as dívidas soberanas europeias pode representar um risco maior para as contas públicas desses países que a própria continuidade dos estímulos fiscais. Políticas fiscais austeras podem fazer a economia do bloco euro-

peu ingressar numa trajetória de duplo mergulho, com conseqüente estreitamento da base de arrecadação tributária e déficits públicos mais vultuosos.

Independente do grau de desequilíbrio interno experimentado e do estágio no processo de saída dos pacotes fiscais, um consenso para as autoridades de política econômica é a necessidade de avançar na atividade regulatória dos mercados financeiros, especialmente nas economias avançadas.

O *Global Financial Stability Report* (GFSR) do Fundo Monetário Internacional (FMI) afirma que os problemas evidenciados pela crise foram abordados de forma insuficiente, deixando todo o sistema vulnerável. O relatório considera os progressos dos bancos americanos no reconhecimento das perdas incorridas e na reconstituição de seus capitais, mas ainda enxerga riscos não - negligenciáveis na exposição da economia real, principalmente quando se analisam as instituições financeiras de pequeno e médio porte, principais fornecedores de crédito às pequenas e médias empresas, que por sua vez, são as maiores empregadoras. O relatório afirma que os bancos europeus enfrentam fragilidades de *funding* e rentabilidade, além da já mencionada exposição aos riscos soberanos e aos empréstimos às empresas.

Os países que experimentaram maiores danos ao sistema financeiro, como Irlanda, Reino Unido e Espanha, avançaram nas medidas regulatórias, mas ainda há espaço para medidas que visem o saneamento dos balanços dos bancos. Até que se alcance uma maior segurança nos mercados financeiros, o setor público permanecerá fortemente envolvido na intermediação financeira, executando um papel mais amplo que o usualmente observado.

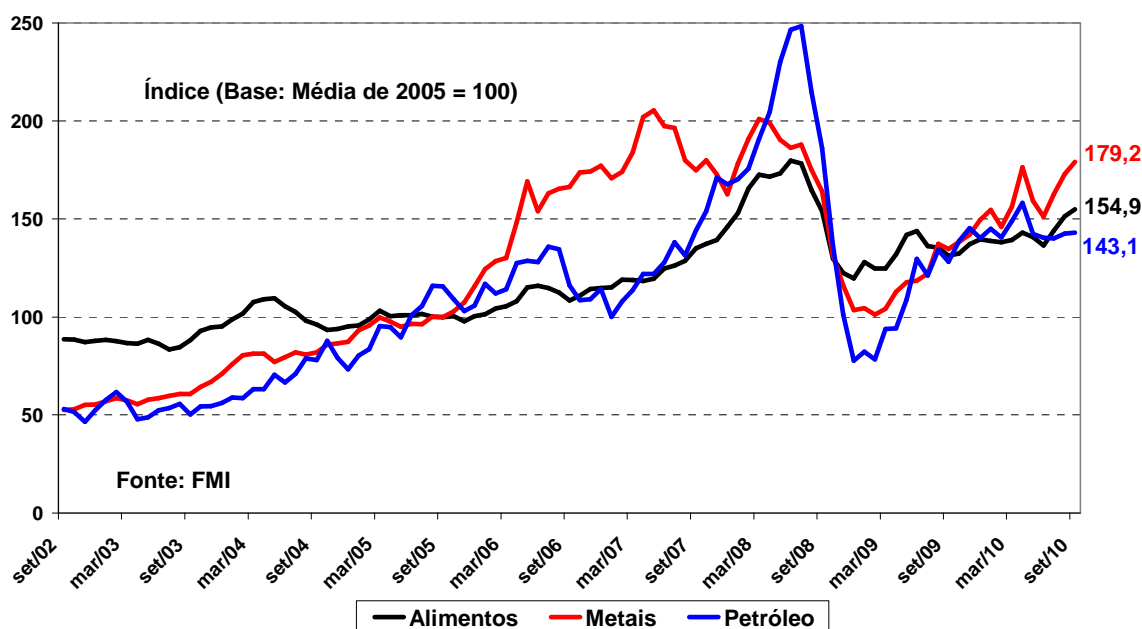
Para além da regulação financeira, os Bancos Centrais vêm, em sua maioria, mantendo a política monetária acomodatória e as taxas básicas de juros das economias avançadas permanecem próximas a zero. A percepção de que ainda há uma tendência deflacionária sobre os preços e as próprias amarras que impuseram alguns formuladores de política econômica à política fiscal fazem destacar a importância da política monetária expansionista. No entanto, como as taxas de juros das economias avançadas já se encontram próximas a zero, resta pouca margem de manobra para as operações de mercado aberto. Além disso, operar política monetária expansionista através dos depósitos compulsórios ou pelas taxas de redesconto poderia ir contra os objetivos de uma maior regulação financeira.

Nas economias emergentes, além da redução gradual dos estímulos fiscais, observou-se a adoção de políticas monetárias mais restritivas. Algumas delas (Brasil, Índia, Peru,...) já verificaram altas sucessivas nas taxas básicas de juros para níveis que suas autoridades monetárias julgaram mais realistas para o

contexto de reaquecimento. Outras se valeram de aumento dos requerimentos de capital, como China, Índia e Turquia. A China também lançou mão de imposições estritas ao crescimento do crédito. O ritmo dessa retração monetária não deve seguir intenso, uma vez que há uma tendência de deflação sobre os níveis gerais de preços.

Da mesma forma, os preços das *commodities*, que até abril de 2010 haviam recuperado parte da brusca queda que sofreram com a crise, já não mais apresentam tendência nítida de alta. Os alimentos vêm sofrendo alguns choques de oferta consecutivos e os preços dos metais oscilam conforme as notícias de recuperação da indústria no mundo (Gráfico 1.3).

**Gráfico 1.3 - Preço das *Commodities***



Já o desequilíbrio externo consiste na manutenção de saldos em conta-corrente persistentemente deficitários e crescentes por alguns países, enquanto outros mantêm saldos superavitários a cada ano maiores. Esta situação vem sendo apontada como uma das razões para a disseminação da crise e pelas dimensões por ela atingidas. Entretanto, a própria crise se incumbiu de corrigir parte desses desequilíbrios, se não revertendo os saldos em conta-corrente, ao menos reduzindo suas magnitudes.

A crise econômica fez acentuar uma tendência que já se verificava ao longo da última década: os países emergentes ampliam sua participação no comércio mundial (Tabela 1.2), enquanto as economias avançadas reduzem as suas. Em 2009, as quedas registradas tanto em importações quanto em exportações foram muito mais acentuadas nas economias avançadas. Soma-se a isso

o fato de as projeções de crescimento de importações e exportações serem mais elevadas para os países emergentes no corrente ano e no próximo.

Tabela 1.2 - Crescimento do Volume de Comércio Mundial de Bens e Serviços (%)			
		Projeções	
	2009	2010	2011
<b>Comércio Mundial</b>	<b>-11,0</b>	<b>11,4</b>	<b>7,0</b>
<b>Importações</b>			
Economias Avançadas	-12,7	10,1	5,2
Economias Emergentes	-8,2	14,3	9,9
<b>Exportações</b>			
Economias Avançadas	-12,4	11,0	6,0
Economias Emergentes	-7,8	11,9	9,1

Fonte: World Economic Outlook, FMI, outubro de 2010

Por mais que o poder de compra dos chineses cresça em ritmo acelerado e que os superávits chineses em conta-corrente se reduzam sucessivamente, esses fatos não seriam suficientes para contrabalançar a redução da demanda norte-americana, que ainda sofre com o efeito-riqueza negativo, restrições de crédito e com a lenta recuperação econômica.

Para que os níveis de demanda agregada mundial se sustentem será necessária a articulação das políticas econômicas nacionais. No entanto, a coordenação de políticas vista no imediato pós-crise orientada pela cúpula do G-20 vem perdendo força e já é possível notar, por exemplo, uma mudança de postura nos países europeus, que, diante de ameaças de crises da dívida, iniciaram um ciclo de medidas contracionistas.

Durante o primeiro semestre, com a turbulência surgida nos mercados financeiros europeus, o euro se desvalorizou frente às demais moedas, o que acentuou os desequilíbrios externos da zona de união monetária. Com a desvalorização do euro, a zona ficou ainda menos propensa a absorver produtos de outras regiões e o ganho de competitividade artificial pelo câmbio tem como resultado exportar desemprego europeu.

Em contrapartida, a autoridade monetária norte-americana também objetiva desvalorizar o dólar através da compra agressiva de títulos públicos pelo FED e de medidas adicionais de afrouxamento quantitativo. A política norte-americana atua no sentido de reverter seu desequilíbrio externo, que se traduz em grandes déficits em conta-corrente.

Contribuem para o propósito norte-americano as altas recentes nas taxas de juros de algumas economias emergentes, que proporcionam diferenciais de remuneração para capitais que migram para estas economias, apreciando suas

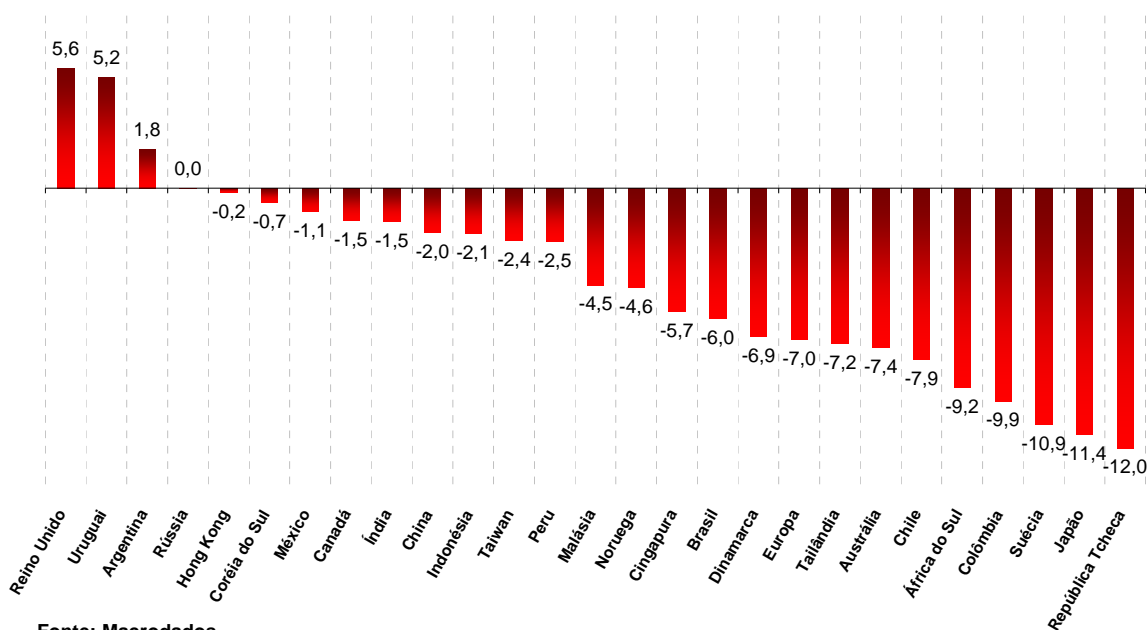


moedas frente ao dólar. As próprias taxas de crescimento desses países são atrativas para Investimento Direto Estrangeiro, fluxo este com igual efeito sobre o câmbio.

Soma-se a isso a decisão do governo chinês em meados deste ano de permitir a apreciação de sua moeda, cedendo a pressões da diplomacia norte-americana, e o processo de diversificação das aplicações das reservas internacionais (Para uma análise mais ampla da taxa de câmbio entre dólar e *renminbi*, ver a Matéria Especial desta edição). Com as expectativas de desvalorização do dólar, as reservas tendem a migrar para moedas com expectativas positivas, reforçando a deterioração do dólar como numa espécie de “profecia auto-realizável”.

Nos últimos meses, o dólar se desvalorizou fortemente frente à maioria das moedas, revertendo inclusive sua dinâmica frente ao euro, que havia perdido valor ao longo do primeiro semestre. O Gráfico 1.4 mostra a desvalorização do dólar ante a maioria das moedas na comparação do câmbio médio da primeira semana de julho com o câmbio da primeira semana de outubro.

**Gráfico 1.4 - Variação do Dólar frente às demais moedas (%)**



Também na dinâmica das moedas fica evidente a falta de articulação das políticas econômicas em escala global. As economias avançadas, independente de suas situações em conta-corrente, atuam no sentido de desvalorizar suas moedas com intuito de garantir competitividade para suas exportações e de dinamizar seus processos de recuperação. As economias emergentes também

defendem parcialmente suas moedas através da compra de reservas, evitando a apreciação excessiva do câmbio.

A redução da demanda interna norte-americana deixou uma lacuna no cenário mundial, evidenciando a necessidade de sua substituição por outras demandas domésticas relevantes. Mas as estratégias nacionais para a recuperação econômica, se tomadas em conjunto, não representam uma solução para o problema global. O *pay-off* positivo neste jogo de forças é aquele em que as economias cooperam mutuamente para o cenário mundial mais favorável.

### A economia Brasileira no Cenário Internacional

A economia brasileira tem participado ativamente no sentido de garantir a sustentação da demanda agregada global. O fortalecimento de seu enorme mercado interno foi uma das razões pelas quais o Brasil foi um dos últimos países acometidos pela crise e um dos primeiros a se verem livres de seus efeitos adversos (Gráfico 1.5). A economia brasileira continua sustentando taxas elevadas de crescimento: no segundo trimestre, o PIB cresceu 8,8% na comparação com igual trimestre do ano anterior, dinamizado pela expansão de 26,5% da Formação Bruta de Capital Fixo (Gráfico 1.6).

Gráfico 1.5 - Decomposição do Crescimento do PIB (% a.a.)

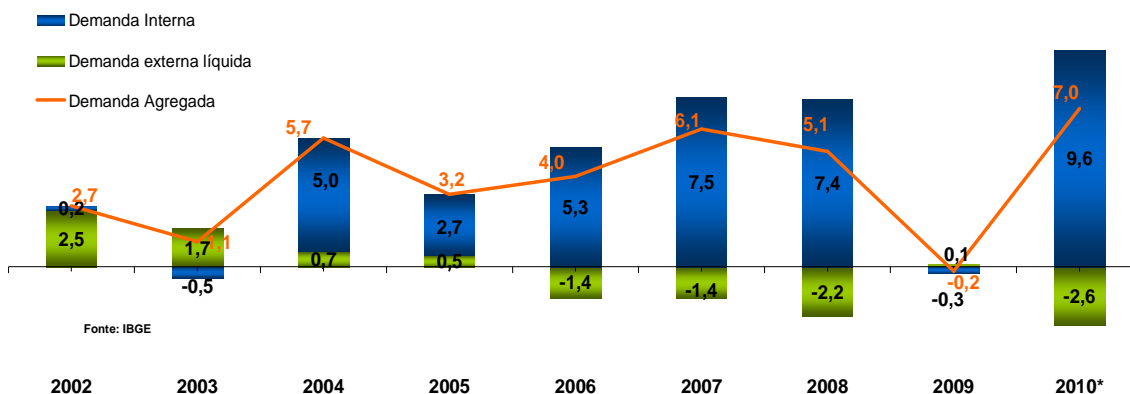
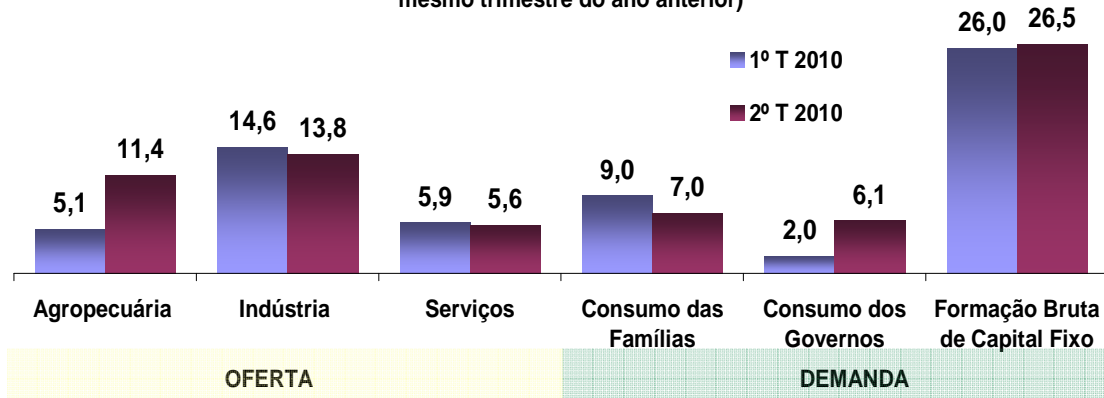


Gráfico 1.6 - Crescimento trimestral do PIB e suas componentes (variação % ante o mesmo trimestre do ano anterior)



As projeções apontam para a continuidade do crescimento das taxas de investimento, inclusive do investimento público, sem que haja comprometimento das contas públicas. (Gráfico 1.7, 1.8 e 1.9).

Gráfico 1.7 - Projeção para Taxa de Investimento 2010-2014 (% do PIB)

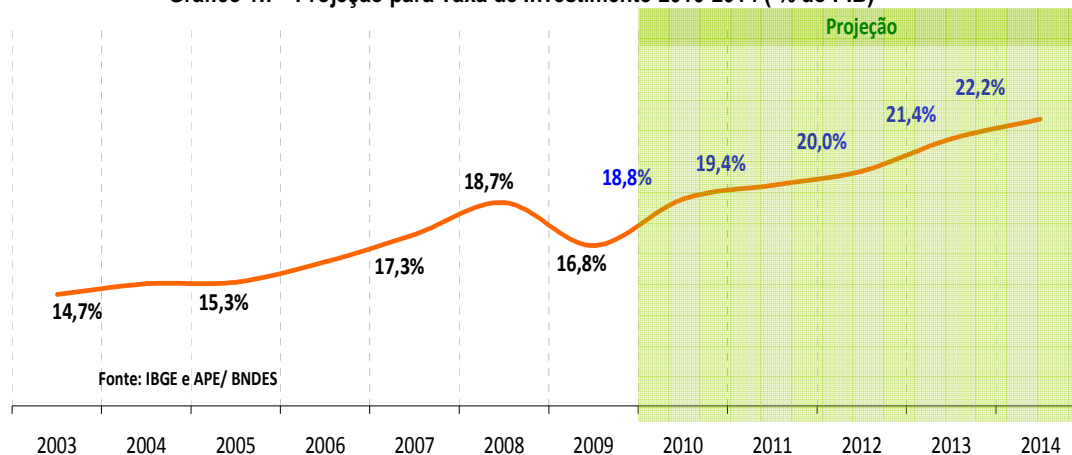


Gráfico 1.8 - Investimento do Governo Federal e das Empresas Estatais (% do PIB)

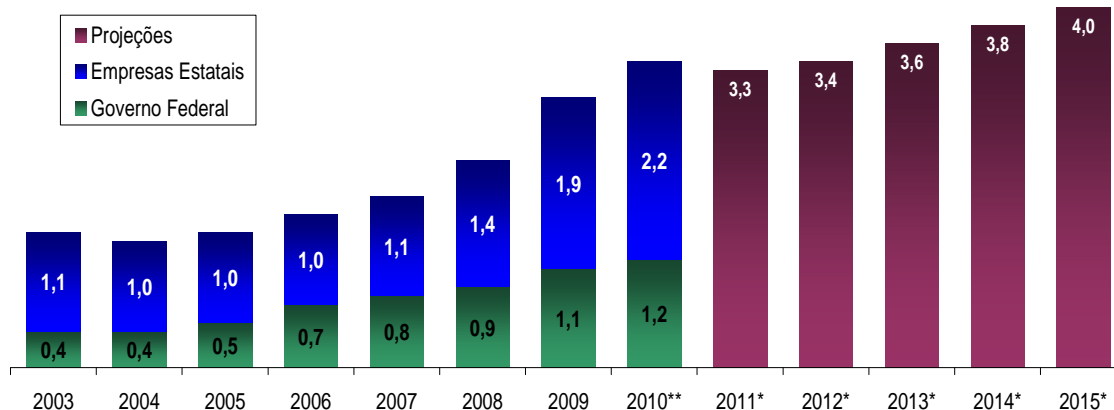
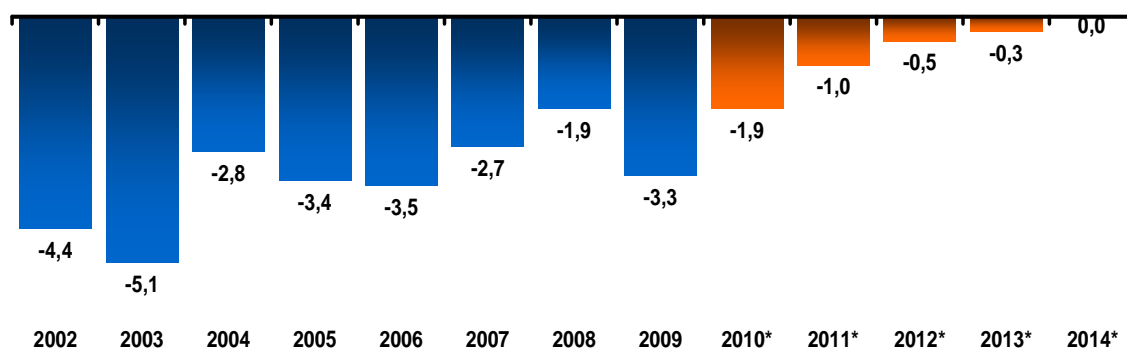


Gráfico 1.9 - Déficit Nominal do Setor Público consolidado (% do PIB)



Fonte: Banco Central

\*Estimativas - Ministério da Fazenda

Outro destaque foi o crescimento de 6,7% do consumo das famílias, sendo esta a vigésima sétima taxa positiva nessa base de comparação. Este resultado foi favorecido pela elevação da massa salarial e pelo aumento do saldo de operações de crédito com recursos livres para pessoas físicas (Gráfico 1.10 e 1.11), assim como pela redução do desemprego e das desigualdades de renda, que permitiram o acesso de milhões de brasileiros que viviam na pobreza à economia de mercado (Gráfico 1.12 e 1.13).

Gráfico 1.10 - MASSA SALARIAL REAL - Média dos últimos 12 meses (R\$ bilhões)

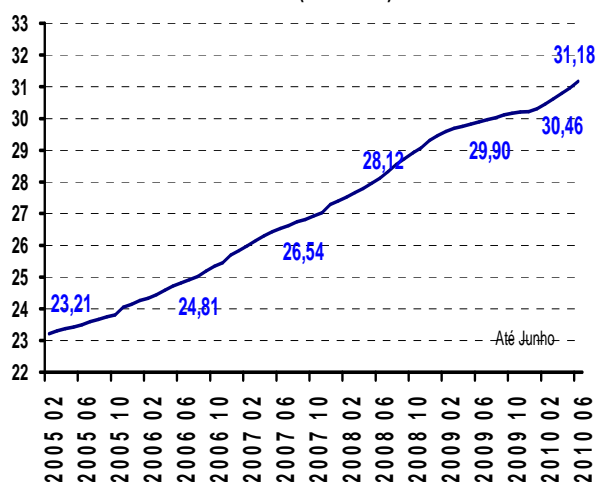
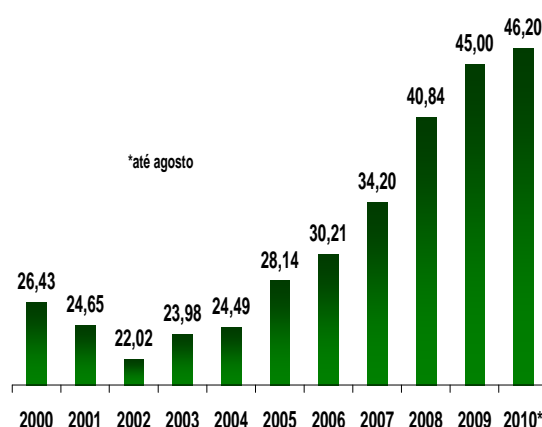


Gráfico 1.11 - Operações de Crédito em % do PIB



Fonte: IBGE e Banco Central.

Gráfico 1.12 - Taxa de Desocupação Média - IBGE

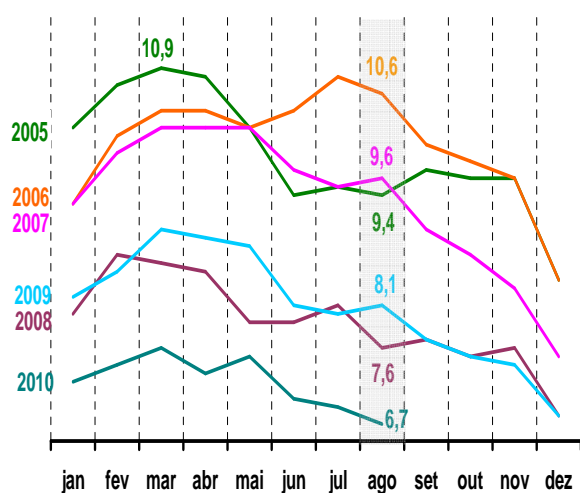
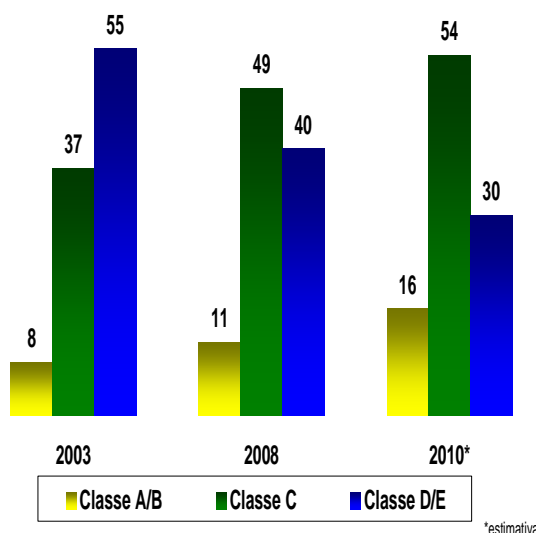


Gráfico 1.13 - Nova Classe C (% da população)



Fonte: IBGE e Ministério da Fazenda

Pelo lado da oferta, a indústria obteve o melhor desempenho, com crescimento de 13,8%, com maior contribuição do sub-setor da construção civil. A Pesquisa Industrial Mensal de agosto de 2010 mostra que, das categorias de uso, os bens de consumo duráveis apresentam a maior expansão no acumulado em 12 meses, com alta de 15,5%, seguido pelos bens de capital, com alta de 14,2%. Isso corrobora as projeções de crescimento da economia, que vem sendo liderado por consumo básico das famílias, habitação e bens duráveis.

No cenário internacional, as empresas brasileiras estão em alta, fato este que se traduz em bons fundamentos para economia brasileira. A dívida externa brasileira vinha apresentando trajetória descendente, interrompida em 2008 por ocasião da crise. No entanto, neste mesmo ano as reservas internacionais superaram a dívida externa, fazendo do Brasil um credor externo. (Gráfico 1.14). Acompanhando a melhora dos indicadores de endividamento externo brasileiro, houve substantiva redução do Risco-Brasil. (Gráfico 1.15)

Gráfico 1.14 - Indicadores de Vulnerabilidade Externa (% do PIB)

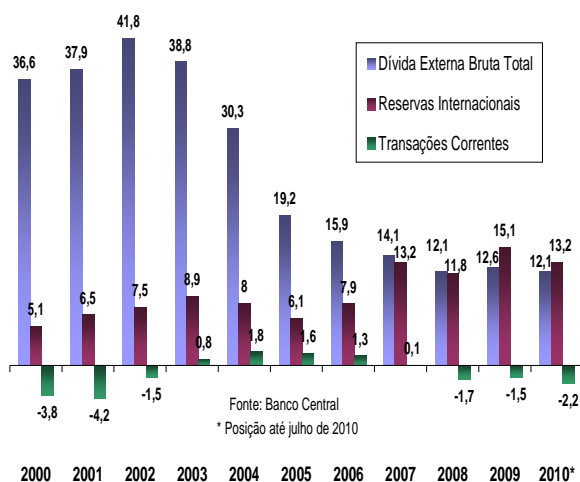
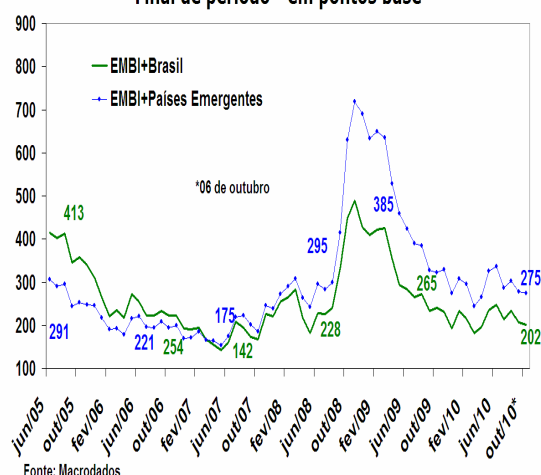
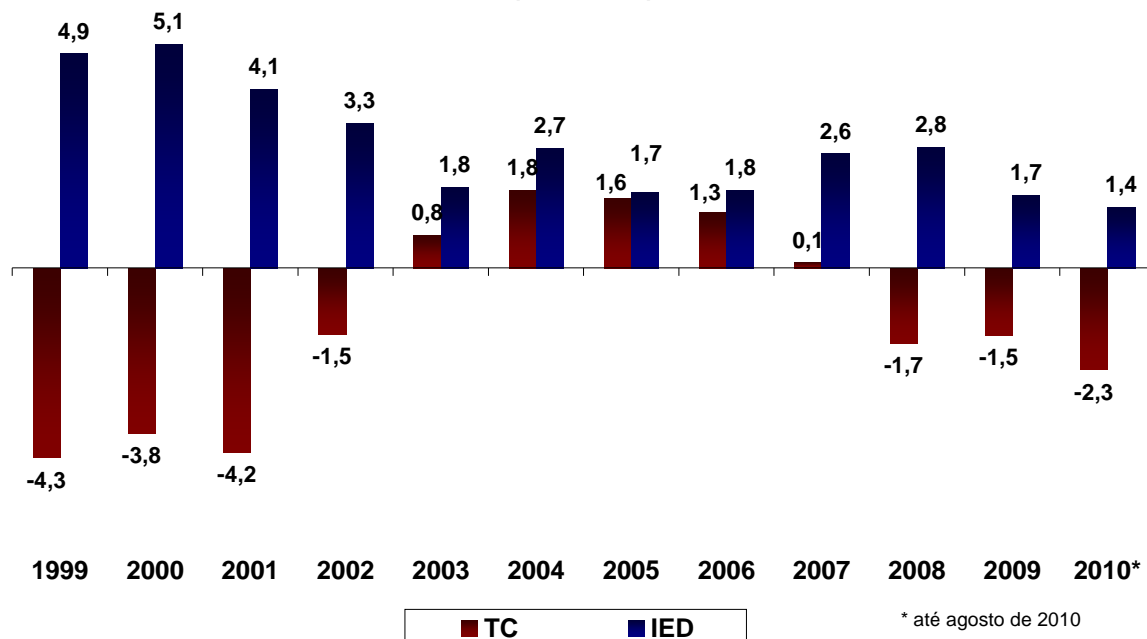


Gráfico 1.15 - Evolução do Risco País (EMBI+)  
Final de período - em pontos base



Apesar da queda no Investimento Estrangeiro Direto nos anos de 2009 e 2010 devido ao enxugamento da liquidez internacional, as projeções para o IED a partir de 2010 são de vigoroso crescimento (ver o Gráfico 1.16 e a seção “Evolução dos Investimentos Externos Diretos no mundo, a seguir).

**Gráfico 1.16 - Investimento Estrangeiro Direto e Saldo de Transações Correntes (% do PIB)**



Pela análise dos indicadores expostos, depreende-se que a economia brasileira reúne as condições para continuar crescendo em ritmo acelerado. A vulnerabilidade externa não se coloca como uma ameaça à sustentabilidade desse crescimento e o ambiente se configura como favorável ao financiamento das empresas brasileiras.

## 2) EVOLUÇÃO DOS INVESTIMENTOS EXTERNOS DIRETOS NO MUNDO

### Estimativas da UNCTAD mostram recuperação gradual dos investimentos

Os fluxos de investimento externo direto (IED) no mundo consolidaram a trajetória de recuperação no primeiro semestre de 2010, após o forte recuo do biênio 2008-2009, e devem se manter em trajetória de crescimento gradual nos próximos anos. A recuperação do nível pré crise, porém, não deve ocorrer antes de 2012.

A avaliação é da Conferência das Nações Unidas para o Comércio e o Desenvolvimento – UNCTAD, responsável pelo principal e mais abrangente levantamento sobre os investimentos diretos no mundo.

Segundo o relatório do último levantamento da UNCTAD (*World Investment Report 2010*), a soma dos fluxos de entrada de investimento direto no mundo devem passar de US\$ 1,2 trilhão em 2010, superando o total de pouco

mais de US\$ 1 trilhão do ano passado. Para 2011, a expectativa é de uma nova alta, para um montante entre US\$ 1,3 e US\$ 1,5 trilhão, à qual deve se seguir novo aumento em 2012, quando o investimento total poderá, no limite superior da estimativa, voltar ao nível de US\$ 2 trilhões registrado em 2007, antes da crise financeira global. A estimativa de alta continuada dos investimentos diretos é comum aos três cenários alternativos com que trabalha a UNCTAD (pessimista, otimista e básico), variando apenas a intensidade do crescimento.

Essas estimativas se baseiam no desempenho recente dos fluxos de investimento, que mostraram recuperação moderada no primeiro semestre de 2010, e na expectativa de aumento do ritmo de atividade econômica mundial, especialmente nos países emergentes, que seguem ganhando participação em quanto destino e, em menor extensão, origem dos investimentos (Tabela 2.1).

**Tabela 2.1**  
**Fluxos de IED por região, 2007-2009 (US\$ bilhões e %)**

Região	Entrada de IED			Saída de IED		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Mundo	2 100	1 771	1 114	2 268	1 929	1 101
Economias desenvolvidas	1 444	1 018	566	1 924	1 572	821
Economias em desenvolvimento	565	630	478	292	296	229
Africa	63	72	59	11	10	5
América Latina e Caribe	164	183	117	56	82	47
Oriente Médio	78	90	68	47	38	23
Sul, Leste e Sudeste da Ásia	259	282	233	178	166	153
Sudeste da Europa e CIS*	91	123	70	52	61	51
<b>Memo: participação % nos fluxos mundiais de IED</b>						
Economias desenvolvidas	68,8	57,5	50,8	84,8	81,5	74,5
Economias em desenvolvimento	26,9	35,6	42,9	12,9	15,4	20,8
Africa	3,0	4,1	5,3	0,5	0,5	0,5
América Latina e Caribe	7,8	10,3	10,5	2,5	4,3	4,3
Oriente Médio	3,7	5,1	6,1	2,1	2,0	2,1
Sul, Leste e Sudeste da Ásia	12,3	15,9	20,9	7,9	8,6	13,9
Sudeste da Europa e CIS*	4,3	6,9	6,3	2,3	3,1	4,6

Fonte: UNCTAD

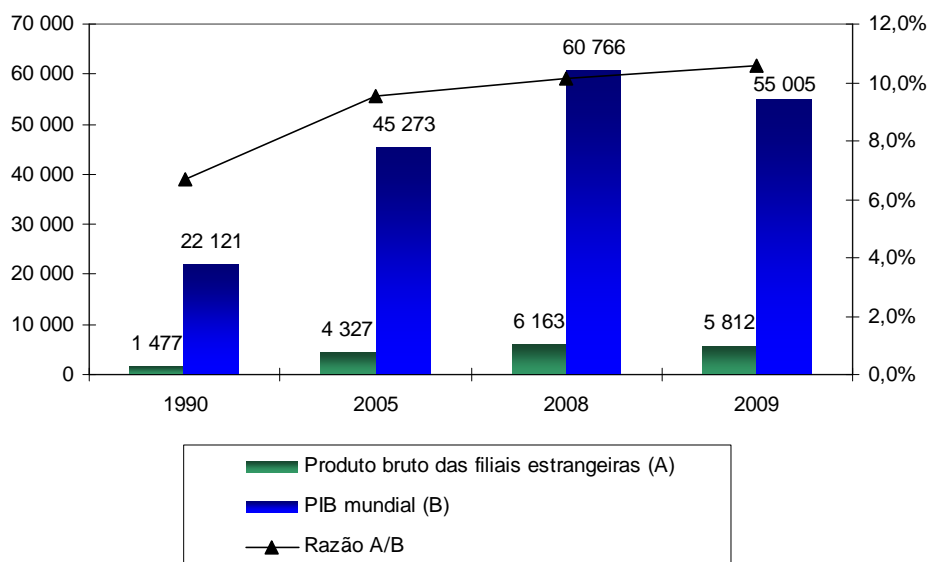
\* Commonwealth of Independent States (reúne ex-membros da República Soviética)

A recuperação ocorre em todos os componentes do investimento direto - investimento em participações, empréstimos intracompanhias e lucros reinvestidos e sob as duas formas de entrada - fusões e aquisições e novos projetos (*greenfield*). As fusões e aquisições cresceram 36%, em valor, nos primeiros cinco meses de 2010 quando comparadas ao mesmo período de 2009, e lideram a recuperação no que diz respeito ao modo de entrada. O aumento da liquidez internacional e a existência de boas oportunidades de compra de empresas estão na raiz desse movimento.

Uma constatação importante da UNCTAD, que também dá sustentação a suas estimativas, é o fato de que a crise não estancou a crescente internacionalização da produção. Ao contrário, a queda das vendas e do valor adicionado das

filiais estrangeiras das empresas multinacionais, em 2009, foi menor que a queda da economia mundial, resultando em aumento de sua participação no PIB global (de 9,6% em 2005 para 10,6% em 2009; Gráfico 2.1).

**Gráfico 2.1**  
**Internacionalização da produção (US\$ bilhões e %)**



Fonte: UNCTAD

As políticas públicas adotadas no período recente também parecem ter desempenhado um papel na recuperação dos investimentos diretos. De 102 novas medidas que poderiam afetar o investimento estrangeiro identificadas pela UNCTAD em 2009, 71 atuavam no sentido de liberalizar e estimular o investimento. Dentre essas medidas, podem-se citar a abertura de setores antes fechados ao capital estrangeiro, a liberalização de aquisição de terras, o desmantelamento de monopólios e a privatização de empresas estatais. Além disso, mais de duas centenas de acordos de investimento internacionais, tais como acordos de bitributação e de proteção aos investimentos, foram firmados em 2009, ritmo de celebração que se manteve em 2010.

Os países em desenvolvimento e em transição em conjunto responderam por metade do ingresso de investimento direto em 2009, uma vez que a queda dos fluxos para esses destinos foi menos pronunciada que para os países desenvolvidos. Como a recuperação também está se dando com mais intensidade quando o destino são esses mercados, a expectativa é que o ganho de participação continue sendo observado nos próximos anos.

Entre os receptores de investimento externo, a China passou para o segundo lugar, atrás dos EUA. Metade dos seis destinos principais para os fluxos



de investimento direto são agora países em desenvolvimento ou em transição. A participação desse grupo nas operações de fusões e aquisições entre países passou de 26% em 2007 para 31% no ano passado e atraiu mais de 50% dos projetos *greenfield* em 2009.

Enquanto origem de investimento externo, os países em desenvolvimento, com destaque para os grandes emergentes, também têm desempenho acima da média, graças ao crescimento das suas empresas transnacionais. Em 2009, responderam por aproximadamente 25% do fluxo total de saída de investimento. Hong Kong, China e a Federação Russa estão entre os 20 maiores investidores do mundo.

Do ponto de vista setorial, o prognóstico da UNCTAD é que se mantenha a tendência recente de perda de importância relativa da indústria como destino dos investimentos *vis-à-vis* os setores primário e de serviços. Com poucas exceções (equipamento elétrico e eletrônico), em 2009, as fusões e aquisições entre fronteiras caíram em todas as indústrias e com mais intensidade que nos demais setores (77%, contra 47% no setor primário e 57% no de serviços). Nos serviços, a queda pronunciada de alguns setores foi parcialmente compensada pelo aumento da atividade de fusões e aquisições na distribuição de energia elétrica, gás e água e na construção.

### **No Brasil, crescimento do IED em 2010 já é de quase 8%**

Ainda que tenha enfrentado uma queda na entrada de investimentos superior à média para a América Latina e o Caribe, o Brasil continuou a ser o principal destino dos investimentos na região. Dentre os 20 maiores em 2009, o país aparece na 14ª posição, com entrada de US\$ 25,9 bilhões. Em 2010 até agosto, o IED para o Brasil somou US\$ 17,1 bilhões, valor quase 8% superior ao de igual período do ano passado, mas com uma notável mudança de composição: enquanto os investimentos em participações cresceram 56%, os empréstimos intercompanhias caíram 96% no período.

O Banco Central do Brasil estima uma entrada total de US\$ 30,0 bilhões de IED em 2010 e de US\$ 45,0 bilhões em 2011. A estimativa é reforçada pela pesquisa de intenções de investimento para o período 2010-2012, também conduzida pela UNCTAD, que colocou o país entre os destinos preferidos dos investidores (ver Box 2.1).

Em relação à saída de investimento, o resultado para o Brasil foi negativo em 2009 (houve entrada de US\$ 10,1 bilhões), uma vez que as empresas transnacionais brasileiras recorreram a empréstimos de suas filiais externas como fonte de financiamento. Para 2010 e 2011, as projeções do Banco Central são de

saída de US\$ 12,0 bilhões (US\$ 5,6 bilhões saíram até agosto) e US\$ 16,0 bilhões, respectivamente.

Em 2009, segundo as estimativas da UNCTAD, o estoque de investimento externo direto no Brasil era de US\$ 401 bilhões e o de investimento brasileiro no exterior, de US\$ 158 bilhões.

**Tabela 2.2**  
**Investimento Externo Direto no Brasil (US\$ bilhões)**

	<i>Jan-Ago 2009</i>	<i>Jan-Ago 2010</i>	<i>Var. %</i>
Investimento Externo Direto	15,9	17,1	7,5
Participação no capital	10,8	16,9	56,5
Empréstimos intercompanhias	5,0	0,2	-96,0

Fonte: Banco Central do Brasil

**Box 2.1: Segundo a pesquisa sobre intenções de investimentos da UNCTAD, Brasil poderá ser o terceiro principal destino dos IED nos próximos anos**

Desde 1995, a UNCTAD realiza regularmente pesquisa junto às maiores empresas transnacionais não-financeiras com o fim de capturar as tendências futuras do investimento externo direto. A mais recente foi publicada em setembro e refere-se às intenções de investimento para o período 2010-2012 de um conjunto de 236 empresas, além de também considerar mais de uma centena de respostas levantadas junto a agências de promoção de investimento (*World Investment Prospects Survey 2010-2012*).

De um modo geral, a pesquisa revela precaução nas intenções de investimento para 2010 e franca confiança com relação a 2012.

Um dos destaques dessa edição da pesquisa é que o Brasil aparece em terceiro lugar entre os países mais citados como prioritários para destino do investimento externo no período 2010-2012, atrás apenas de China e Índia. Pela primeira vez, os quatro países do BRIC se situaram entre os cinco principais destinos (a Rússia ficou em quinto lugar, atrás dos Estados Unidos).

Outros destaques dentre os resultados da pesquisa:

- Caiu de 47% na pesquisa do ano passado para 36% na desse ano o percentual das empresas que se declararam pessimistas com relação ao ambiente de negócios em 2010.

- O otimismo aumenta significativamente em relação ao futuro próximo: se apenas 13% se dizem otimistas com relação a 2010, esse percentual sobe para 47%, com relação a 2011 e para 62% com relação a 2012.
- A crise não alterou estruturalmente a estratégia de internacionalização das empresas: uma minoria (18%) declarou ter vendido ou fechado parte significativa das suas operações internacionais. Adicionalmente, 47% declararam a intenção de realizar mais da metade de seus investimentos no exterior em 2012, contra 39% em 2009. Por último, enquanto apenas 33% das empresas respondentes descreveram-se como globalizadas em 2009, 41% declararam que o serão em 2012. 58% das empresas pretendem aumentar seus investimentos internacionais em 2011 e 2012.
- Dentre os 20 países investidores mais promissores, na avaliação das agências de promoção de investimento consultadas, cerca da metade são países em desenvolvimento ou em transição. A China ocupa a segunda posição, a Índia a sexta e a Rússia a nona. Dos BRIC, só o Brasil não aparece entre os 20 maiores investidores.

O setor primário, que na classificação da UNCTAD inclui a indústria extrativa, é o de perspectivas mais promissoras, seguido pelo setor de serviços.

### 3) COMÉRCIO EXTERIOR BRASILEIRO

#### Exportações brasileiras em franca expansão após a crise financeira internacional

As exportações do Brasil continuam na trajetória de recuperação da pior fase da crise internacional. No acumulado de janeiro a setembro, as exportações brasileiras somaram US\$ 145 bilhões, o que representou crescimento de 29% em relação ao ano anterior. Os três principais tipos de produtos exportados pelas empresas brasileiras foram: minério de ferro (US\$ 19,2 bilhões; +91% em relação à média diária de janeiro a setembro de 2009), petróleo bruto (US\$ 11,3 bilhões; +86%) e soja em grão (US\$ 10,3 bilhões; -6%).

O crescimento das exportações brasileiras deve-se em parte ao aumento dos preços internacionais de alguns produtos básicos, mas também vem ocorrendo forte expansão em vários segmentos de bens duráveis, principalmente os relacionados ao setor de transporte. Nos primeiros nove meses de 2010, as vendas externas de automóveis cresceram 43% e o valor total exportado do produto (US\$ 3,2 bilhões) representou a principal categoria de manufaturados.

Destacaram-se também autopeças (+45%; US\$ 2,5 bilhões), motores de veículos (+ 77%; US\$ 1,8 bilhão) e veículos de carga (+86%; US\$ 1,2 bilhão).

**Na análise do crescimento do *quantum* exportado pelo Brasil, destacam-se as vendas externas de produtos com maior sofisticação industrial.**

A recuperação do comércio exterior brasileiro ocorre no mesmo sentido dos fluxos mundiais. Utilizando-se estatísticas de *quantum* exportado, para expurgar o efeito-preço associado em geral a *commodities*, a média dos índices de janeiro a julho de 2010, últimos dados disponíveis para as exportações mensais do mundo<sup>1</sup>, mostram uma expansão de 18% em relação ao mesmo período do ano anterior. No Brasil, segundo o indicador da Funcex, as quantidades exportadas cresceram 7,3% no acumulado do período, mas de forma bastante distinta por setores. Enquanto as exportações de bens de capital cresceram à taxa de 11,5% e os duráveis de consumo, a 34,3%, os bens de consumo não duráveis e os combustíveis permaneceram praticamente estáveis (+0,6% e -0,7%, respectivamente). Ou seja, o principal componente de expansão das exportações brasileiras, quando consideradas as quantidades, e não os preços, foram produtos de maior sofisticação industrial.

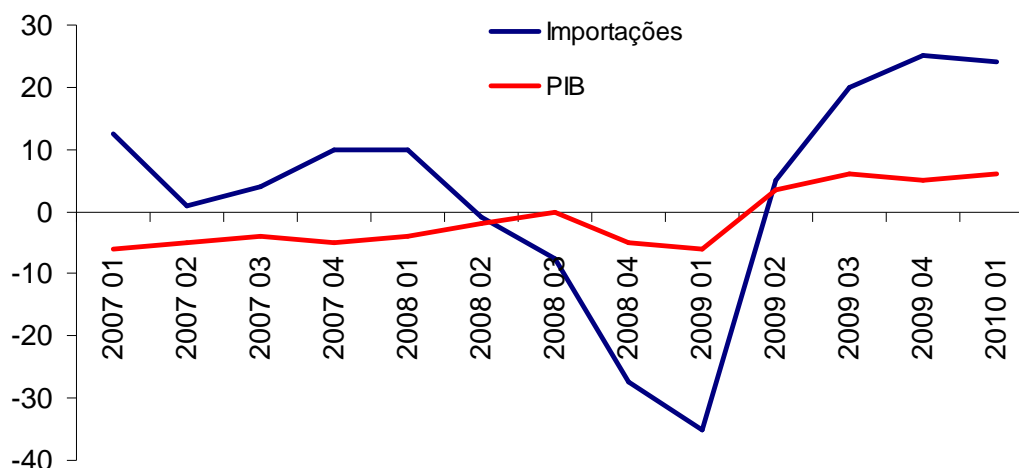
O maior crescimento das exportações brasileiras em segmentos de maior sofisticação industrial segue o que vem ocorrendo no mundo, e por sua vez este é um fenômeno que explica também parte do motivo pelo qual o comércio internacional apresenta atualmente taxas de crescimento muito superiores às associadas à produção no mundo.

Estimativas indicam que as importações mundiais cresceram cerca de 25% no primeiro trimestre de 2010, contra uma taxa de crescimento do PIB mundial de 5%. Durante a fase mais aguda da crise, a queda das importações mundiais foi de forma análoga também muito maior do que o produto interno bruto dos países (ver Gráfico 3.1). No terceiro trimestre de 2009, o comércio mundial apresentou contração de 35%, enquanto o produto mundial declinou 5%.

<sup>1</sup> CPB Netherlands Bureau Of Economic Analysis, boletim de setembro.

**Gráfico 3.1**

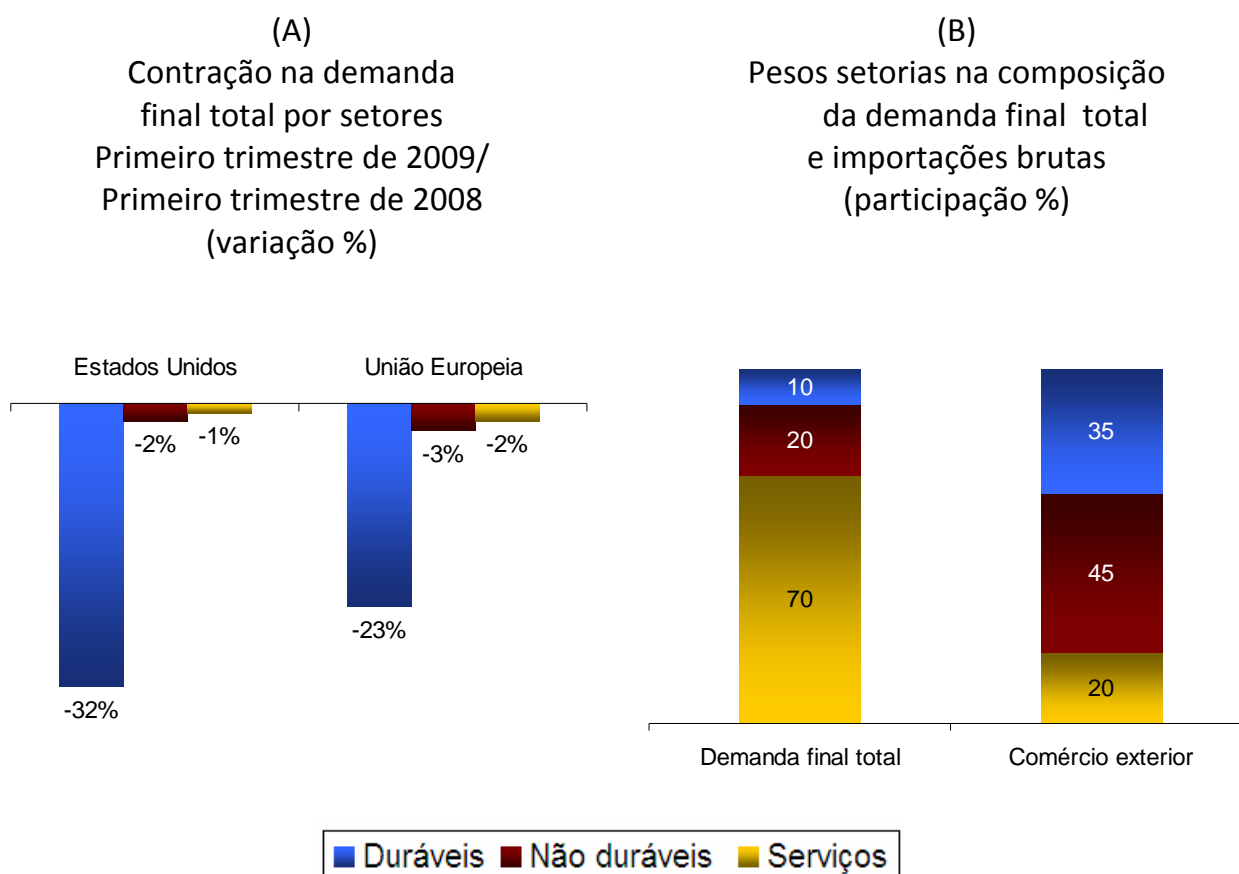
**Taxa de variação real do PIB mundial e das importações**  
(trimestre em relação ao trimestre anterior, com ajuste sazonal e ponderação pela paridade de poder de compra)



Fonte: FMI, World Economic Outlook

A explicação para o fato de o comércio exterior apresentar variação (para baixo ou para cima) muito maior do que o PIB no mundo passa pela própria composição por tipos de produtos nos fluxos mundiais de importações e o fato de a crise ter afetado de forma diferente os setores, atingindo muito mais fortemente os segmentos de duráveis (ver Gráfico 3.2A). Estimativas realizadas pelo FMI indicam que os bens duráveis apresentam um peso muito maior na composição dos fluxos de comércio do que na demanda total de um país (ver Gráfico 3.2B), o que fez as importações dos países declinarem muito mais do que a demanda doméstica. Ou seja, se nas importações existe uma participação maior de bens duráveis e são estes os que apresentam maior contração de demanda por causa da crise, as importações irão se reduzir mais do que o total da demanda no país. A maior participação de bens não duráveis e serviços na composição do PIB dos países amortece a queda nele. Por exemplo, a demanda total (doméstica + externa) por bens duráveis nos Estados Unidos e na União Europeia reduziu-se mais de 30% e 20%, respectivamente, no pior período da crise. Enquanto isso a demanda por não duráveis e serviços decresceu apenas de 1% a 3%.

**Gráfico 3.2**  
**Demanda final total (doméstica + externa) e importações:**  
**Estados Unidos e União Europeia**



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

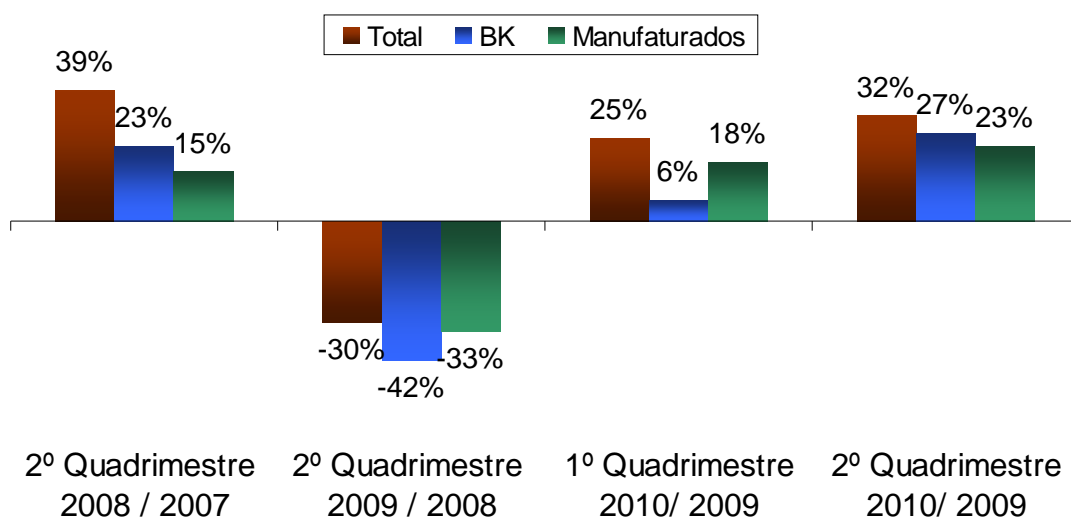
A maior retração no comércio internacional de bens duráveis deriva-se do fato de muitos deles representarem consumo que possa ser postergado. Estão incluídos, nessa categoria, automóveis de passageiros e eletrônicos de consumo. Mas o efeito ocorre particularmente também nas vendas de bens de capital, que estão associadas a investimentos. Tendo em vista a retração de demanda pelos produtos que seriam fabricados por tais investimentos, esses serão adiados e portanto as compras de bens de capital, por sua vez, suspensas. Durante períodos de crise, as decisões de investimento estão entre as mais afetadas: sem a perspectiva de boas condições de demanda aos bens que seriam produzidos a partir dos novos investimentos, a propensão a investir se torna muito baixa. Em geral, nem mesmo a capacidade já instalada consegue ser utilizada em níveis considerados adequados.

Seguindo a trajetória mundial, no Brasil, as exportações de bens de capital foram as que apresentaram maior queda durante a pior fase da crise eco-

nômica mundial e foram as que mais custaram a se recuperar. As exportações brasileiras de bens de capital chegaram a se contrair 42% no segundo quadrimestre de 2009 em relação aos mesmos meses do ano anterior. No primeiro quadrimestre de 2010, elas cresceram apenas 6%, enquanto as exportações totais apresentaram expansão de 25%. No período seguinte, as exportações de bens de capital parecem já ter encontrado o mesmo ritmo de crescimento das demais. No último quadrimestre, terminado em agosto, a expansão das vendas externas brasileiras de bens de capital foram superiores ao do total de manufaturados (ver Gráfico 3.3). Vale lembrar que as estatísticas de quantum, mencionadas há alguns parágrafos, também mostram, para o seguimento, maiores taxas de crescimento nos últimos meses.

**Gráfico 3.3**

**Exportações brasileiras totais, manufaturados e bens de capital**  
(variação % do valor em US\$ em relação ao mesmo período do ano anterior)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do MDIC/Secex

Segundo destinos, os principais compradores dos bens de capital brasileiros são tradicionalmente os países da América Latina. De janeiro a setembro de 2010, as importações daqueles países foram de US\$ 5,9 bilhões, o que representou mais da metade das exportações brasileiras de bens de capital no período (US\$ 11,2 bilhões). A Argentina foi o principal destino (US\$ 2,2 bilhões), seguida do Chile (US\$ 819 milhões). No restante do mundo, os Estados Unidos também continuaram relevantes nesse ano, ao comprarem US\$ 1,2 bilhão em bens de capital do Brasil.

## A China foi o principal destino das exportações brasileiras de janeiro a setembro de 2010

No total das exportações brasileiras, a China foi o principal destino, bem como a principal origem das importações, no período de janeiro a setembro de 2010. O país representou também a segunda principal origem de superávit comercial do Brasil (US\$ 4,98 bilhões de janeiro a setembro de 2010). O maior superávit comercial do Brasil no período foi a Holanda, tendo alcançado US\$ 6,0 bilhões. Outras origens importantes do saldo comercial são a Argentina e a Venezuela, mas com composição bastante distinta por tipo de produto. Enquanto China e Holanda são grandes compradores de produtos básicos brasileiros, Argentina e Venezuela são relevantes no comércio de bens manufaturados, com destaque aos setores de bens de capital, conforme visto no parágrafo anterior.

**Tabela 3.1**  
**Exportações e importações brasileiras por destinos e origens:**  
**janeiro a setembro de 2010 (em US\$ milhões)**

	Exportações		Var. % 2010/09	Importações		Var. % 2010/09	Saldo	
	2010	2009		2010	2009		2010	2009
<b>América Latina e Caribe</b>	<b>34.164</b>	<b>24.313</b>	<b>40,5</b>	<b>22.191</b>	<b>16.080</b>	<b>38,0</b>	<b>11.974</b>	<b>8.233</b>
. Argentina	13.033	8.280	57,4	10.596	7.907	34,0	2.437	373
. Chile	2.931	1.809	62,0	2.881	1.885	52,8	50	-77
. Venezuela	2.848	2.580	10,4	681	388	75,7	2.167	2.192
<b>Ásia</b>	<b>40.768</b>	<b>31.043</b>	<b>31,3</b>	<b>40.614</b>	<b>25.279</b>	<b>60,7</b>	<b>153</b>	<b>5.764</b>
. China	23.192	17.264	34,3	18.210	11.022	65,2	4.982	6.242
. Japão	4.954	3.030	63,5	5.038	4.057	24,2	-84	-1.027
. Coreia do Sul	2.621	2.053	27,7	6.377	3.308	92,8	-3.756	-1.255
<b>União Européia</b>	<b>30.785</b>	<b>25.093</b>	<b>22,7</b>	<b>28.682</b>	<b>20.737</b>	<b>38,3</b>	<b>2.104</b>	<b>4.356</b>
. Holanda	7.335	5.930	23,7	1.287	701	83,5	6.048	5.228
. Alemanha	5.926	4.340	36,5	9.084	7.075	28,4	-3.158	-2.735
. Reino Unido	3.145	2.692	16,8	2.368	1.465	61,6	777	1.227
<b>EUA <sup>(1)</sup></b>	<b>14.155</b>	<b>11.362</b>	<b>24,6</b>	<b>19.788</b>	<b>14.718</b>	<b>34,4</b>	<b>-5.633</b>	<b>-3.356</b>
<b>Oriente Médio</b>	<b>7.455</b>	<b>5.522</b>	<b>35,0</b>	<b>3.245</b>	<b>2.278</b>	<b>42,4</b>	<b>4.211</b>	<b>3.244</b>
. Arábia Saudita	2.209	1.483	48,9	1.446	1.190	21,5	763	293
. Irã	1.542	822	87,6	114	18	552,2	1.428	804
. EAU	1.267	1.301	-2,6	133	83	60,3	1.134	1.218
<b>África</b>	<b>6.555</b>	<b>6.424</b>	<b>2,0</b>	<b>8.692</b>	<b>6.000</b>	<b>44,9</b>	<b>-2.137</b>	<b>424</b>
. Egito	1.396	1.068	30,7	114	52	117,7	1.282	1.016
. África do Sul	977	931	5,0	561	306	83,2	416	625
. Angola	671	1.065	-37,0	351	76	358,9	320	989
<b>Europa Oriental</b>	<b>3.560</b>	<b>2.513</b>	<b>41,7</b>	<b>2.063</b>	<b>1.364</b>	<b>51,2</b>	<b>1.497</b>	<b>1.148</b>
. Rússia	3.081	2.156	42,9	1.324	859	54,2	1.756	1.297
. Ucrânia	220	162	36,1	205	104	96,8	15	58
Demais	7.487	5.528	35,4	6.882	4.161	65,4	605	1.367
<b>TOTAL</b>	<b>144.929</b>	<b>111.798</b>	<b>29,6</b>	<b>132.156</b>	<b>90.618</b>	<b>45,8</b>	<b>12.773</b>	<b>21.179</b>

<sup>(1)</sup> inclui Porto Rico

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do MDIC/ Secex



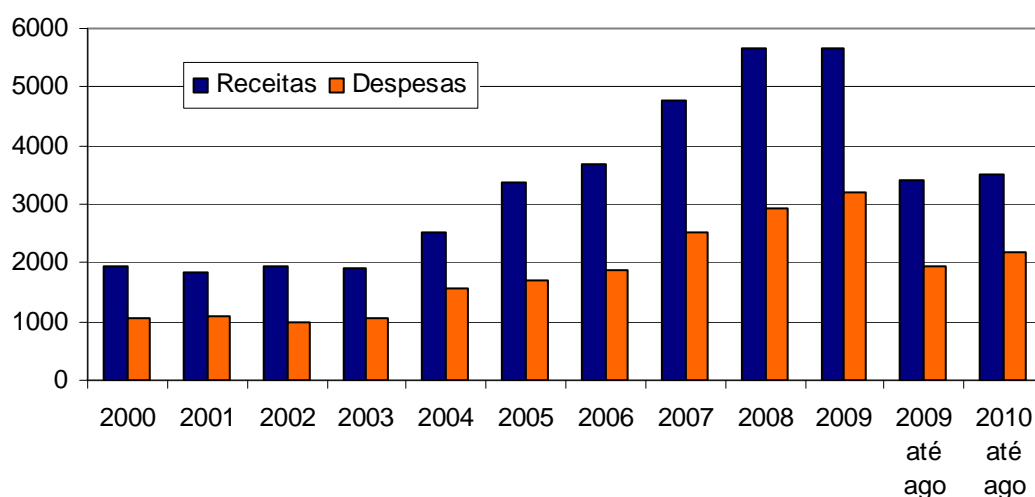
**Box 3.1: Exportações de serviços de engenharia destacam-se no total exportado pelo Brasil**

As exportações brasileiras de serviços de engenharia apresentaram expressivo crescimento ao longo dos últimos anos e não foram afetadas pela crise econômica mundial tal como o comércio de bens. As receitas externas provenientes desses serviços foram praticamente iguais nos anos de 2008 e 2009, e equivalentes a valores quase três vezes maiores do que há cinco anos (ver Gráfico 3.4). De janeiro a agosto de 2010, as exportações de serviços de engenharia apresentam pequena elevação (3%) em relação ao mesmo período do ano anterior.

A rubrica é a única no balanço de pagamentos brasileiro a apresentar superávit expressivo, sendo resultado da expansão das atividades das construtoras brasileiras em obras pelo mundo. As exportações de serviços de engenharia apresentaram trajetória mais estável do que a de bens porque são associadas, em grande parte, a grandes obras de infraestrutura e consequentemente a decisões de longo prazo e gastos de governos dos países importadores. Tais dispêndios não são cancelados ou suspensos com a mesma facilidade que são desfeitas encomendas de, por exemplo, bens de capital para a indústria.

**Gráfico 3.4**

**Receitas e despesas de serviços de engenharia e arquitetura no Balanço de Pagamentos do Brasil: 2000 a 2010 (em US\$ milhões)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil

## MATÉRIA ESPECIAL

**Estimativas da subvalorização da moeda chinesa e impactos sobre a economia dos Estados Unidos**

Alexandre Lautenschlager  
Fabrício Catermol<sup>2</sup>

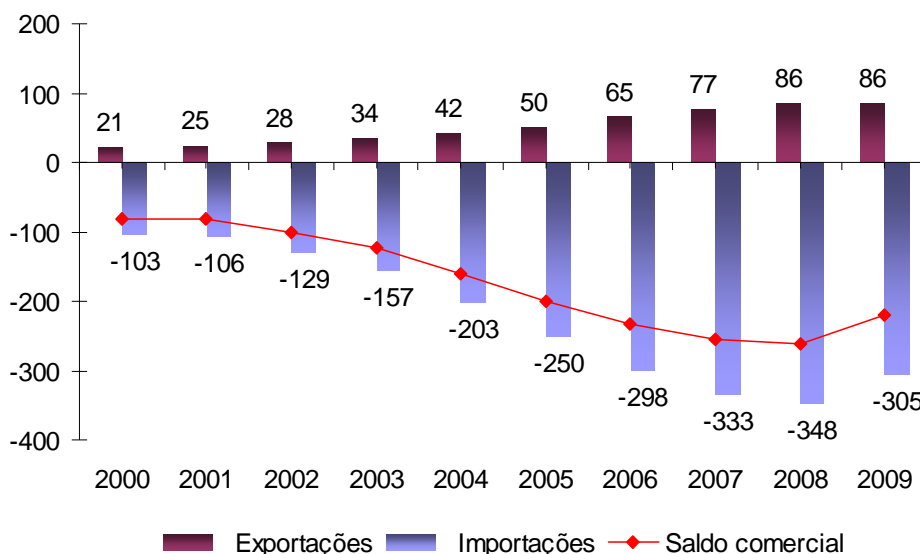
**Introdução**

Durante a última década, a heterogeneidade da economia global ficou, em sua maior parte, relegada a um plano secundário no contexto do que foi convencionalmente chamado de “A Grande Moderação”: os anos de volatilidade anormalmente baixa das principais variáveis econômicas no mundo desenvolvido. No entanto, o estouro da bolha imobiliária *subprime*, propagado para o setor real através da estrutura de endividamento das famílias americanas e da exposição das grandes instituições financeiras a derivativos altamente complexos, deu início a uma conjuntura turbulenta que impõem a urgência de se considerar a natureza dos grandes desequilíbrios que, já na fase de recuperação, ainda persistem.

Na última atualização de seu *World Economic Outlook*, o Fundo Monetário Internacional (FMI, 2010) fornece uma boa aproximação para os contornos do mundo pós-crise. Enquanto o grupo das “economias avançadas” tem um crescimento do PIB projetado em 2,7% em 2010 e 2,2% em 2011, as categorizadas como “emergentes e em desenvolvimento” colecionam índices de 7,1% e 6,4%, respectivamente. Inclusas e determinantes de tal contraste, duas das economias do globo, Estados Unidos e China, podem ser consideradas como faces opostas da mesma moeda, ligadas por intensos fluxos comerciais. Segundo os dados do *Bureau of Economic Analysis* (BEA), transações bilaterais de bens e serviços registraram o valor médio anual de US\$ 299,2 bilhões entre 2000 e 2009, com repetidos superávits para a nação asiática (Gráfico 1). Apenas no primeiro semestre de 2010, seu saldo foi positivo em US\$ 115,3 bilhões, uma variação de 15,4% com relação ao ano anterior.

<sup>2</sup> Economistas da Área de Comércio Exterior do BNDES

**Gráfico 1**  
**Comércio dos Estados Unidos em relação à China, bens e serviços: 2000 – 2009**  
(US\$ bilhões)



Fonte: BEA

Os números são particularmente pertinentes diante dos recordes na taxa de desemprego norte-americana, que alcançou 9,6% da população economicamente ativa em setembro último. A opinião pública do país manifesta há muito tempo uma preocupação com a perda de postos de trabalho, principalmente no setor industrial, em virtude dos baixos salários asiáticos. Frente à limitada efetividade dos instrumentos monetários e a pouca disposição de se implementar estímulos fiscais suficientes para ativar a demanda doméstica, políticos republicanos e democratas têm aproveitado o momento para demonstrar seu compromisso com melhoras no campo econômico aumentando o tom de sua retórica contra o que identificam como sendo “distorções” promovidas pelo governo chinês.

Sem dúvida, o tópico que mais atrai críticas é a política cambial chinesa, que mantém a cotação do *renminbi* dentro de uma estreita faixa definida em referência ao dólar. A regra foi adotada em 1994 e se manteve mesmo durante a crise asiática, quando a maioria dos países da região desvalorizou fortemente suas moedas<sup>3</sup>. A partir de julho de 2005 a banda que baliza a intervenção da autoridade monetária passou a acomodar maiores flutuações, que se acumulavam gradualmente, levando a uma valorização aproximada de 20% até junho de

<sup>3</sup> É possível argumentar que a atitude chinesa, que implicou uma valorização de sua moeda frente às dos países vizinhos, foi importante para promover a estabilidade regional em uma fase particularmente tumultuada.

2008<sup>4</sup>. Entretanto, em meio ao ambiente incerto dos últimos dois anos o processo foi efetivamente congelado, fixando a cotação de 6,8 CNY/USD.

Dado que a China manteve um crescimento robusto enquanto grande parte do mundo desenvolvido sofreu desacelerações (em muitos casos, contrações) mais marcantes, para muitos, a valorização de sua moeda seria uma consequência natural dos mecanismos de ajustamento do mercado. Assim, a estabilidade do câmbio, suportada por extensivos controles de capitais e acumulação de reservas internacionais, pode ser entendida como um indicador da resistência dos formuladores de política econômica em Pequim a permitir o estabelecimento de um novo equilíbrio. Segundo tal interpretação, em um momento no qual diversos países sofrem com a falta de demanda e excesso de capacidade instalada, “ao perseguir uma política de câmbio desvalorizado, a China está desviando para si parte da demanda deficiente das outras nações, o que prejudica o crescimento em praticamente todos os lugares” (Krugman, 2009a).

Oficialmente, os Estados Unidos têm resistido à adoção de medidas drásticas para forçar uma mudança de posição no outro lado do Pacífico, preferindo dar chance à diplomacia. O Tesouro Americano, por exemplo, continua a não denominar a China como um país que “manipule o câmbio” em seu relatório semestral. A estratégia foi vista como acertada quando, em junho último, as autoridades chinesas anunciaram o que pareceu ser o início de um novo período de valorização. Porém, desde então, o movimento em tal sentido foi menor que 2,5%, frustrando as expectativas mais otimistas<sup>5</sup>.

Instigado pela lentidão do avanço, o congresso americano votou em outubro uma autorização para que o presidente Barack Obama imponha um aumento generalizado das tarifas sobre a importação de produtos chineses. Caso as medidas sejam implementadas, analistas se preocupam com as possíveis retaliações e o início de uma guerra comercial, semelhante a que solapou o início da recuperação mundial após a Grande Depressão. Ao mesmo tempo, na ausência de uma coordenação entre os principais interessados, outros países têm tomado ações unilaterais para evitar a elevação do valor de suas moedas diante do *renminbi*.

<sup>4</sup> Na ocasião, o BC chinês passou a adotar na definição da paridade uma cesta de moedas dos principais parceiros comerciais. Contudo, os pesos utilizados não são de conhecimento público e, em termos práticos, as decisões ainda parecem guiadas pela trajetória do dólar.

<sup>5</sup> De fato, passado o primeiro impacto do comunicado oficial, ficou claro que o compromisso com a valorização era, no mínimo, vago (Duy, 2010a e b). Em particular, chama a atenção a afirmativa de que “Com a conta [corrente] do BP se movendo mais próxima do equilíbrio, a base para uma apreciação de larga escala do RMB não existe” (PBC, 2010).

Diante da demonstrada relevância do tema, esta matéria especial se dedica a explorar um aspecto específico do debate sobre o câmbio chinês: a correção ou não do diagnóstico sobre os efeitos prejudiciais do valor atual do *renminbi* para a recuperação da economia dos Estados Unidos. Para tanto, além desta introdução, as duas próximas seções abordam, por ordem e a partir de um levantamento preliminar de trabalhos relacionados, as estimativas do grau de subvalorização do *renminbi* e os possíveis efeitos de uma alteração em seu valor para o emprego e atividade econômica americana<sup>6</sup>. Ao fim, a conclusão faz um balanço das evidências expostas e sugere possíveis desdobramentos.

### Medidas da subvalorização da moeda chinesa.

Como adiantado anteriormente, o diagnóstico mais comum da subvalorização do *renminbi* se baseia na estabilidade de sua taxa de câmbio com o dólar, mesmo quando esta última moeda perde valor perante os outros parceiros comerciais americanos e a China registra taxas de crescimento econômico acima da maior parte do mundo, combinadas com expressivos superávits na conta corrente do balanço de pagamentos. Tal política é viabilizada pela constante compra de ativos americanos através do banco central chinês, somados às massivas reservas internacionais do país, que atualmente alcançam cerca de US\$ 2,5 trilhões.

Sob uma perspectiva metodológica formal, grande parte dos comentários acerca do câmbio chinês faz referência ao trabalho de Cline e Willianson (2010). Os autores estimam a chamada taxa de câmbio de equilíbrio fundamental (*fundamental equilibrium exchange rate*), definida como sendo a paridade, multilateralmente consistente, que permite aos 34 países<sup>7</sup> de sua amostra atingir um dado alvo crível para o saldo em conta corrente como percentagem do PIB. O mecanismo essencial do modelo utilizado é a transmissão de mudanças na taxa real efetiva no resultado corrente, mediada pela elasticidade-preço das exportações e a participação das vendas externas no PIB. Efetuados os cálculos, concluem que a consolidação de um cenário onde os déficits e superávits individuais não ultrapassam 3%, demandaria uma apreciação de 24% do *renminbi* com relação ao dólar ou 14% em termos efetivos.

Uma medida alternativa é o desvio do câmbio nominal daquele dado pela paridade do poder de compra (PPP). Por essa ótica, em 2008, os produtos e serviços chineses eram cerca de 60% mais baratos que seus equivalentes interna-

<sup>6</sup> Grande parte dos artigos citados pode ser encontrada no livro eletrônico “The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law” (Evenett, 2010), do VoxEu (<http://www.voxeu.org/>).

<sup>7</sup> Economias excluídas da amostra são agrupadas como se formassem um único país, que responde pelo “resto do mundo”.

cionais. No entanto, o número deve sofrer uma importante correção diante do chamado “efeito Balassa-Samuelson”: países com menor nível de renda *per capita* convivem com preços depreciados, principalmente no setor de produtos não comercializáveis, mas tal diferença se dilui ao longo de sua trajetória de convergência. Isso ocorre porque produtos comercializáveis, que seguem mais proximamente os preços internacionais, expandem sua produtividade a uma taxa relativamente mais acelerada, gerando uma renda que é então despendida em serviços. O conseqüente aumento de preços nesse setor aprecia então a taxa de câmbio em termos reais. Portanto, a comparação relevante deve ponderar a magnitude do relativo atraso econômico chinês. Estudos nessa linha encontram então um “desajustamento” (para baixo) do câmbio *yuan renminbi*-dólar da ordem de 12% (Reisen, 2010) ou 30% (Subramanian, 2010) frente ao previsto pelas regressões<sup>8</sup>.

Cheung, Chinn e Fuji (2010) fazem uma recapitulação bastante abrangente destes e outros trabalhos de estimação do câmbio de equilíbrio chinês. Em adição aos números já reproduzidos, os autores citam também suas próprias estimativas (Cheung, Chinn e Fuji, 2009), de que, trabalhando um modelo simples a partir de séries temporais que capturam mais diretamente os diferenciais de crescimento na produtividade, a subvalorização do *renminbi* em 2004 estaria compreendida em um intervalo de 6,1% a 4,0%. A metodologia pode ser aprimorada mediante a incorporação de outras variáveis e ajuste de uma das constantes, tal como realizado pela consultoria Goldamn Sachs. No caso, o desvio do câmbio seria tão pequeno quanto 2,7% frente ao dólar, mas 23% com relação ao Euro (Stupnytska, Stolper e Meehan, 2009 *apud* Cheung, Chinn e Fuji, 2010).

Uma última linha de argumentação que deve ser explorada, é a apresentada, por exemplo, em Krugman (2010b), segundo a qual a prova essencial da manipulação do câmbio chinês é a enorme exportação de capitais do país. Posto em outros termos, diante dos grandes retornos de empreendimentos domésticos, seria paradoxal que a poupança chinesa fosse investida em títulos americanos com taxas de juros próximas a zero. Contudo, Song, Storesletten, and Zilibotti (2010) propõe um entendimento diferente do problema, que torna desnecessária a hipótese de intervenção. Lembrando experiências similares na Coreia e em Taiwan, os autores atribuem a saída líquida de capital da China a imperfeições assimétricas do mercado financeiro local. Bancos chineses, em sua maioria estatais, privilegiariam firmas públicas em seus empréstimos, obrigando o setor privado a se auto-financiar. Estas últimas empresas são mais produtivas, por utilizarem tecnologias mais modernas, e respondem por uma parte cada vez maior do emprego. Nos últimos anos, firmas estatais têm sido reduzidas, diminuindo as possibilidades de aplicação dos bancos, justamente no momento em

<sup>8</sup> Subramanian (2010) considera que uma subvalorização de 30% é mais precisa por considerar e corrigir problemas nas estimativas do Banco Mundial para o PIB PPP da China.

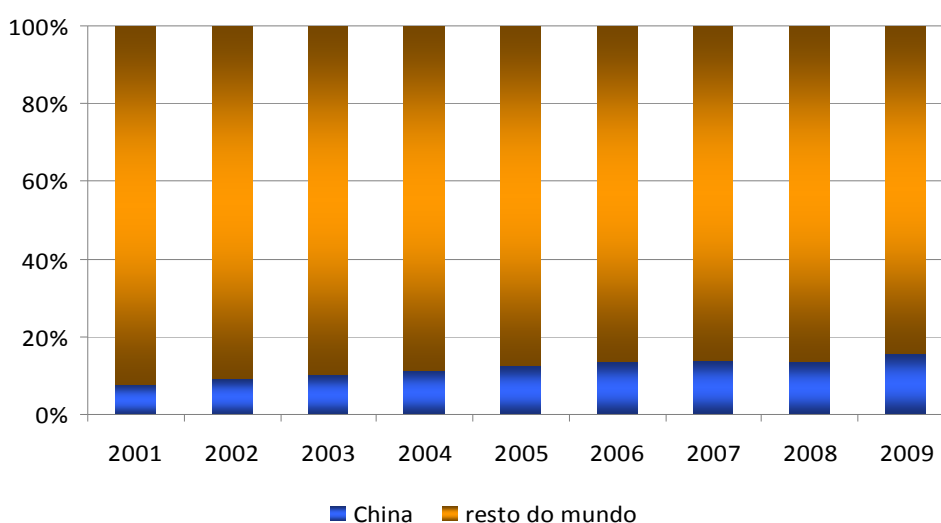
que os depósitos (vindos da poupança das empresas privadas e das famílias) se expandem rapidamente. Esses recursos ociosos são então direcionados à dívida pública americana.

### Impactos de uma alteração na balança comercial Estados Unidos – China

Assumindo que o câmbio chinês esteja realmente subvalorizado em alguma medida, cumpre então se questionar os prováveis efeitos que uma alteração em tal política teria sobre a economia americana. Pode-se imaginar que o canal mais direto para qualquer mudança é a balança comercial entre os dois países. Nesse sentido, Krugman (2010) argumenta que a manutenção da paridade abaixo de seu valor “verdadeiro” implica duplo protecionismo ao garantir um subsídio de preço aos produtores domésticos e onerar as importações da mesma forma que uma tarifa externa mais alta. Todavia, é importante quantificar o impacto dessa atitude sobre a atividade econômica dos países.

Se por um lado o déficit comercial dos Estados Unidos com a China é persistente e elevado em termos absolutos, quando avaliado no contexto do volume de comércio americano, sua importância é relativizada. Considerando-se a média dos últimos nove anos, importações de bens e serviços da China respondem por 12% do total de compras do exterior e 32,1% do resultado negativo da balança (Gráfico 2). Em seus picos, no ano passado, os valores eram de 15,7% e 58,5%, respectivamente.

**Gráfico 2: Participação chinesa nas importações americanas de bens e serviços, 2001-2009**



Fonte: BEA

Thorbecke (2010) chama a atenção para o grande salto na participação chinesa no déficit americano durante a crise. Enquanto nos 12 meses posterior-



res à quebra do banco Lehman Brothers o déficit com países fora do leste asiático se retraiu 76%, o saldo com a China diminuiu apenas 12%. Em seu artigo, o autor desenvolve um modelo gravitacional dos fluxos de comércio entre diversos países, no qual revela um desvio importante das vendas chinesas para os Estados Unidos com relação ao previsto, sugerindo a influência de forças extra-mercado.

A magnitude da valorização da moeda chinesa necessária para diminuir em uma mesma proporção o déficit comercial americano apresenta variação significativa nos estudos disponíveis até o momento. Usando dados trimestrais de 1993 a 2006, Cheung, Y., Chinn, M. D., Fuji, E. (2009) sugerem que uma apreciação de 10% do *renminbi* reduz entre 8% e 20% as exportações chinesas para os Estados Unidos, enquanto Thorbeck (2006), tendo como base as informações trimestrais de 1988 a 2005, reporta que tal movimento implicaria queda de 4% a 14%. Usando um período mais curto, do primeiro trimestre de 2001 ao último de 2009 (que cobre aproximadamente a participação da China na OMC), Chinn (2010) executa cálculos aproximados da elasticidade dos fluxos comerciais em ambos os sentidos. Seus resultados apontam que, mantidas as paridades dos outros parceiros comerciais, a mesma valorização de 10% diminui as exportações chinesas em 10% e aumenta as vendas americanas em 16%. Adicionando-se o efeito da diminuição do valor das importações (o *pass-through* cambial), o impacto no balanço bilateral seria inferior a US\$ 45 bilhões.

No que se refere aos reflexos do atual padrão de comércio sobre a economia dos Estados Unidos, o cálculo “simplificado” (*back-of-the-envelope*) de Krugman (2009b) é de que 1,4 milhão de empregos serão perdidos nos próximos anos devido ao “mercantilismo” chinês. Bergstern (2010), por sua vez, defende que, “em condições de desemprego elevado”, uma valorização de 20% do *renminbi*, ao melhorar a balança comercial entre US\$ 50 bilhões e US\$ 120 bilhões, criaria de 300 a 700 mil postos de trabalho nos Estados Unidos, aproximadamente metade deles localizados no setor manufatureiro, com salários acima da média nacional.

Como contra-ponto, Francois (2010) observa que a classificação geral das importações da China se alterou significativamente nas últimas duas décadas, transitando de, principalmente, têxteis e roupas para produtos de informática e maquinário elétrico. A mudança é relevante porque evidencia uma nova função das compras chinesas como origem de insumos intermediários à produção de bens e serviços que são então exportados pelos Estados Unidos para outros países, sendo que mesmo aquelas destinadas ao consumo direto (como diversos tipos de eletrônicos) freqüentemente carregam valor agregado americano. Portanto, alterações no custo em dólares das importações podem ter desdobramentos sobre a competitividade do setor exportador americano. Tendo em



mente tais interdependências, o autor simula valorizações de 5% e 10% do *renminbi* em um modelo CGE (*Computable General Equilibrium*), buscando sua resposta no emprego americano de maior ou menor qualificação. Os exercícios retornam estimativas de uma redução total de 231 mil e 423 mil postos de trabalho em cada um dos cenários, com maiores contrações recaindo sobre a parcela relativamente menos qualificada (Tabela 1).

**Tabela 1: Estimativas de variação no emprego dos Estados Unidos, cenários de valorização do *renminbi***

	mudança % trabalho menos qualificado	mudança % trabalho mais qualificado	variação absoluta do emprego nos EUA
<b>Valorização de 5%</b>	-0,183	-0,170	-231.008
<b>Valorização de 10%</b>	-0,336	-0,312	-423.919

Fonte: adaptado de Francois, 2010.

Gagnon (2010) contesta tais resultados afirmando que a implementação do modelo foi essencialmente errônea, por não considerar as particularidades da atual conjuntura, onde se espera que a economia continue trabalhando abaixo de seu potencial por vários anos. Sob condições, tidas como mais realistas, de salários nominais fixos, a valorização de 10% traria um ganho de “ao menos” 670 mil empregos. Similarmente, Cline (2010) recorre às relações da tabela de insumo-produto da indústria manufatureira dos Estados Unidos para calcular que uma alteração de tal magnitude no câmbio adicionaria 320 mil empregos devido à melhora do saldo comercial e subtrairia apenas 32 mil empregos pelo aumento do custo dos insumos importados.

## Conclusão

O breve levantamento de referências realizado nesta matéria especial, mostra que, apesar de existir um razoável consenso sobre as linhas mestras de um “rebalanceamento” da economia global, avaliações quantitativas dos desvios atuais ainda são muito variáveis. Enquanto a maioria das estimativas aponta que a moeda chinesa está em alguma medida subvalorizada, os estudos citados acima calculam que, ao longo dos últimos anos, o câmbio “correto” contra o dólar possa estar em um intervalo tão grande quanto entre 30% e 2,7% mais valorizado, a depender do estudo realizado. Em termos de seus efeitos, chama a atenção o fato de que transações com a China responderam em 2009 por mais da metade do considerável déficit americano em bens e serviços, mas enquanto alguns dos trabalhos afirmam que mudanças no saldo em favor dos Estados Unidos trariam grandes ganhos líquidos em empregos, outros pesquisadores encontram perdas substanciais devido a uma redução da competitividade interna-

cional das exportações americanas. De fato, tais resultados não são surpreendentes, na medida em que se deva esperar dificuldade quando a análise envolve uma economia com mecanismos de intervenção e planejamento que desafiam os pressupostos fundamentais de muitas das teorias econômicas<sup>9</sup>.

Assim, diante dos diferentes argumentos apresentados, parece claro que a política cambial chinesa merece ser tratada principalmente por fóruns e instituições de alcance global<sup>10</sup>, pois suas consequências não são suficientemente individualizadas a ponto de sancionar ações unilaterais de grande vulto, que possam facilmente ter desdobramentos opostos à intenção original. Em tal espírito, estudos que consigam detalhar de forma mais desagregada as prováveis características de um cenário de *renminbi* “forte” para um número grande de países seriam um importante subsídio aos esforços internacionais de cooperação. Os eventos recentes dão indicação de que os Estados Unidos não estão mais dispostos a ser o “consumidor de última instância” do resto do mundo, pelo menos não no mesmo ritmo de expansão da última década, e a China poderia ser a candidata mais óbvia para assumir, ao menos em parte, tal papel. Todavia, não existe razão para se imaginar que suas demandas serão idênticas, afinal os produtos demandados por ela não parecem seguir o mesmo padrão de consumo dos Estados Unidos. A forma que será tomada pela divisão internacional do trabalho para atendê-las é a grande incógnita que necessita atenção nos próximos anos.

## Referências

Bergstern, C. F. (2010) “Correcting the Chinese Exchange Rate” (disponível em: <http://www.iie.com/publications/testimony/bergsten20100915.pdf>)

Cheung, Y., Chinn, M. D., Fuji, E. (2009) “China’s Current Account and Exchange Rate” NBER Working Paper 14673 (disponível em: <http://www.nber.org/papers/w14673.pdf>)

Cheung, Y., Chinn, M. D., Fuji, E. “Measuring misalignment: Latest estimates for the Chinese renminbi”, in Evenett (2010)

Cheung, Y., Chinn, M. D., Fuji, E. “Pitfalls in Measuring Exchange Rate Misalignment: The Yuan and Other Currencies”, *Open Economies Review*, 20, 183-206

<sup>9</sup> Scissors (2010) , por exemplo, lembra que, caso o comportamento do câmbio chinês seja realmente um instrumento de política industrial, qualquer tentativa de alterá-lo drasticamente apenas forçará as autoridades a recorrerem a métodos mais diretos de subsídio a indústria doméstica.

<sup>10</sup> É um complemento necessário que tais organismos tenham a sua disposição as ferramentas para garantir que as decisões tomadas serão efetivamente aplicadas.

Cline, W. (2010) “Estimating the effects of renminbi appreciation on US jobs: A comment on Francois’ China Result” (disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4933>)

Cline, W. R. e Willianson, J. (2010) “Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates, May 2010” (disponível em: <http://www.iie.com/publications/pb/pb10-15.pdf>)

Evenett, S. (2010) org. “The US-Sino Currency Dispute: New Insights form Economics, Politics and Law”

Francois, J. (2010) “Deconstructing the Sino-US codependence: revaluation, tariffs, exports and jobs” in Evenett (2010)

Gagnon, J. E. “Comment on ‘Will Chinese revaluation create American Jobs?’ by Evenett and Francois” (disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4964>)

Krugman, P. (2009a) “World Out of Balance” (disponível em: <http://www.nytimes.com/2009/11/16/opinion/16krugman.html>)

Krugman, P. (2009b) “Chinese New Year” (disponível em: <http://www.nytimes.com/2010/01/01/opinion/01krugman.html>)

Krugman, P. (2010a) “China, Japan, America” (disponível em: <http://www.nytimes.com/2010/09/13/opinion/13krugman.html>)

Krugman, P. (2010b) “Capital Export, Elasticity Pessimism, and the Renminbi (Wonkish)” (disponível em: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/03/16/capital-export-elasticity-pessimism-and-the-renminbi-wonkish/>)

Reisen, H. (2010) “Is China’s currency overvalued?”, in Evenett (2010)  
Scissors, D. (2010) “The Case Against Chinese Revaluation” (disponível em: <http://economix.blogs.nytimes.com/2010/10/05/the-case-against-chinese-revaluation/>)

Song, Z., Storesletten, K., Zilibotti, F. (2010) “The ‘real’ causes of China’s trade surplus” (disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4985>)

Stupnytska, A., Stolper, T. e Meechan, M. (2009) GSDEER On Track: Our Improved FX Fair Value Model", Global Economics Weekly No.09/38, Goldman Sachs Global Economics, October 28

Subramanian, A. (2010) “New PPP-based estimates of renminbi undervaluation and policy implications”, in Evenett (2010)

Thorbecke, W. (2010) “The effect of a renminbi appreciation on US-China trade imbalances” (disponível em: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5623>)